

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC
Centro Sócio Econômico
Departamento de Economia e Relações Internacionais

EDUARDO MARQUES FONTELES

A eficiência dos fundos de investimento em ações dividendos no mercado brasileiro entre os
anos de 2005 e 2014

Florianópolis, 2015

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DISCIPLINA: MONOGRAFIA - CNM 5420
PROJETO DE MONOGRAFIA PARA EXECUÇÃO NO SEMESTRE 2015/2**

A eficiência dos Fundos de Investimento em Ações dividendos no mercado brasileiro entre os anos de 2005 e 2014

Trabalho de conclusão apresentado ao curso de Ciências Econômicas do Centro Sócio Econômico, da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Roberto Meurer

Florianópolis, 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 7,0 ao aluno Eduardo Marques Fonteles na disciplina CNM 7107 – Monografia, pela apresentação deste trabalho

Banca Examinadora:

Prof. Roberto Meurer
Orientador

Prof. Diogo Signor
Membro da Banca

Prof. Dimitri Bessa
Membro da Banca

AGRADECIMENTOS

A minha noiva, Michelle Werlich, por me apoiar durante todo o difícil período de graduação com jornadas incansáveis de trabalho e estudo. Ao meu escritório, Clamber Investimentos e a todos os meus sócios, pela compreensão.

Agradeço ao meu orientador, professor Roberto Meurer, por me ajudar em tudo que foi possível no tempo que tive para elaborar este trabalho. Agradeço a todos os professores que me ensinaram alguma coisa nesse período de formação, sem vocês nada disso seria possível.

Agradeço a Deus pelo dom da vida, e ao meu pai, Adalberto Fonteles, por me proteger e dar forças nos momentos difíceis, onde quer que esteja.

RESUMO

O mercado de fundos de investimentos em ações dividendos está em constante desenvolvimento no Brasil. O aumento no número de fundos dessa classificação mostra que há cada vez mais gestores apostando nesse mercado, visando apresentar bons resultados para os investidores que alocam recursos nesse tipo de investimento. Contudo, é preciso saber se há diferença entre as formas de gestão nesses fundos e se há diferença significativa de rentabilidades entre escolher um fundo do gestor A ou um fundo do gestor B. O presente trabalho irá analisar o desempenho de uma amostra dos fundos de ações dividendos no Brasil entre os anos de 2005 e 2014. O objetivo é identificar o grau de eficiência por trás das rentabilidades apresentadas pelos fundos ao longo de 10 anos. Tal janela temporal foi utilizada no estudo por se tratar de um período que contempla resultados de forte crescimento econômico e de crise também. Além de comparar os resultados entre os fundos, será feita uma comparação com fatores macroeconômicos que afetam a dinâmica econômica nacional e internacional. O que se identifica é que há uma grande discrepância entre as rentabilidades apresentadas entre os fundos e que algumas variáveis macroeconômicas tem mais correlação com o comportamento do mercado financeiro em relação a outras. Isso se traduz em grande diferença entre as equipes de gestão dos fundos e a habilidade de um gestor em relação a outro em escolher ativos promissores e fazer uma leitura certa da economia em um determinado momento.

Palavras-chave: Fundos de Investimento, Ações, Dividendos

ABSTRACT

The dividend yield shares investment funds is in great development in Brazil. The increase of number in this class of funds shows that each day there is more specialized people beating in this market, trying to get good results to the investors that put money in this kind of investment. However, it is good to know if there is some difference on the way the capital is managed and if there is significant difference on the valuation of the fund if you choose fund A or B. This work will analyze the result of rentabilities in a sample of this class of funds in Brazil between the years 2005 and 2014. The objective is to identify the efficiency behind the rentabilities shown by the funds through 10 years. This period was used in this study because it contains great period of economic development and a great recession as well. Beyond comparing the funds results, it will be analyzed some macroeconomics factors that affect the nacional and international economic dynamic. The conclusion is that there is a great difference between the rentabilities shown among the funds and some macroeconomics variables has more correlation with the financial maket behavior than others. This translates into great difference among funds`s management team and the hability of a manager in choosing good promising assets and make a right reading of the economy in some determinate moment.

Key-words: Investment Funds, Shares, Dividend Yield

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	3
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	4
1.2 OBJETIVOS	5
1.2.1 Objetivo Geral	5
1.2.2 Objetivos Específicos	5
2. REFERENCIAL TEÓRICO	6
2.1 O MERCADO FINANCEIRO	6
2.2 MERCADO DE CAPITAIS	6
3. FUNDOS DE INVESTIMENTO	10
3.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS (F.I.A. DIV)	11
3.1.1 Tributação de Fundos de Investimento	12
4. GESTÃO DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS	14
4.1 ANÁLISE DE RISCO/RETORNO DE UM F.I.A.	14
4.2 CLASSIFICAÇÃO DE DESEMPENHO DE UM F.I.A.	16
5. FATORES MACROECONÔMICOS	18
5.1 PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)	18
5.2 TAXA DE CâMBIO	18
5.3 TAXA DE JUROS	19
5.4 EXPECTATIVA FUTURA DOS AGENTES ECONÔMICOS	19
6. ANÁLISE DE RESULTADOS	21
7. CONCLUSÕES	33
Referências	35

1 INTRODUÇÃO

O mercado de fundos de investimento no Brasil é amplo, tendo diversas modalidades para vários tipos de investidores. Nos últimos dez anos, a indústria de fundos no Brasil apresentou um crescimento bastante expressivo, mais que triplicando seu patrimônio líquido. Além disso, a educação financeira tem alertado para a importância de poupar e os fundos continuam como opção prioritária no país. A competitividade por recursos tem-se tornado um elemento determinante para a gestão financeira, à medida que os negócios têm que enfrentar uma concorrência por clientes cada vez mais acirrada (MELLAGI FILHO, 2011). Um fundo de ações, sendo uma dessas modalidades, também pode ter suas características específicas, ou seja, apresenta certas peculiaridades dependendo do tipo de estratégia utilizada pelo gestor do fundo, nas características dos ativos no qual os recursos do fundo são investidos, e que tipo de objetivo esse fundo está buscando. Ações são títulos que representam frações do capital de uma empresa. Sendo assim, um fundo de ações pode ter em sua nomenclatura a tradução resumida para uma estratégia ou para caracterizar os tipos de ações que o fundo negocia. Alguns exemplos são: Dividendos, Small Caps, Livre, Absoluto, Long Biased, etc. A autarquia que regula as atividades dos fundos de investimento no Brasil é a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). O objetivo da instituição é estabelecer os princípios e parâmetros que a indústria de fundos de investimentos deve adotar em relação à constituição e funcionamento dos fundos.

O mercado de renda variável é conhecido pelos brasileiros como sendo de alto risco, onde cada negociação pode gerar lucros ou prejuízos significativos para os investidores que alocam seus recursos nos ativos negociados neste mercado. A BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), é onde se pode negociar ações de empresas brasileiras de capital aberto. Na Bovespa são negociados ações, opções sobre ações e compra diferida de ações (mercado a termo) (MELLAGI FILHO, 2011). Os fundos de investimento podem operar nesse mercado com algumas ressalvas que são estabelecidas no regulamento do próprio fundo, onde as regras gerais estipulam o que se pode fazer com os recursos disponíveis dentro deste fundo, e quais são os limites de risco que o gestor pode correr para buscar os resultados esperados pelos participantes do mesmo.

A indústria de fundos possui diversas características específicas e envolve todo o mercado financeiro. O trabalho apresentará com detalhes e embasamento teórico cada uma

dessas características voltadas para os fundos de ações dividendos e, da mesma forma, trabalhará com dados empíricos para estabelecer o grau de eficiência do desempenho destes fundos no período de 2005 a 2014.

1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

O presente estudo visa verificar se uma gestão ativa de títulos e valores mobiliários por profissionais qualificados podem trazer retornos significativos em termos de ganho real de patrimônio em relação a investimentos conservadores mesmo em período de queda no mercado financeiro. O intuito é gerar um debate a respeito de investimentos no mercado acionário brasileiro através de fundos de investimento em ações dividendos via gestão ativa de profissionais especializados, buscando transmitir conhecimento ao mercado sobre o real ganho de capital obtido por essa modalidade de investimento, passando por um período de crescimento e de recessão, ou seja, dentro de um espaço temporal que permita observar resultados a favor e contra esse tipo de ativo. Como cita Borges (2015) em seu artigo, existem fatores que afetam o desempenho dos fundos de investimento que podem ser considerados fator de sorte e em alguns casos, a habilidade do gestor conta como fator relevante nos resultados apresentados pelos fundos. De acordo com Borges (2015), há evidências de habilidade por parte dos gestores de alguns fundos de investimento em ações na obtenção de retornos positivos anormais, pela utilização de uma metodologia mais robusta desenvolvida por Fama e French (2010). Da mesma forma, Filho (2011) relata em sua tese que a mensuração da habilidade de se antecipar ao mercado e selecionar as ações com melhores desempenhos representa apenas 15% dos fundos de ações analisados. Ou seja, há muita diferença entre o desempenho dos fundos que possuem os melhores resultados perante outros.

Dessa forma, este trabalho tem como propósito analisar o comportamento do desempenho de rentabilidade de fundos de investimento em ações dividendos no mercado brasileiro entre os anos de 2005 e 2014. O estudo irá se pautar em diversos aspectos do mercado de fundos de ações no Brasil, abordando todas as características pertinentes aos mesmos. Deste modo, será preciso entender como funciona a estruturação de um fundo de investimentos, o que é uma ação e como esta se comporta no mercado financeiro, o que são dividendos e como eles são distribuídos, como se dá o processo decisório na escolha de uma carteira de ações que irá compor o fundo de investimentos, o que são benchmarks e quais serão utilizados para mensurar o grau de eficiência dos fundos de ações, entre outros fatores importantes para a elaboração desta monografia.

1. 2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Este trabalho tem como objetivo geral identificar o grau de eficiência dos fundos de investimentos em ações dividendos na indústria de fundos do Brasil, utilizando como base o período de 2005 a 2014, analisando suas rentabilidades para medir a performance dos gestores do fundo .

1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos deste trabalho consistem nos seguintes aspectos:

- a) Expor conteúdo teórico específico sobre o mercado de capitais;
- b) Descrever os dados sobre a indústria de fundos de investimento em ações dividendos no Brasil;
- c) Descrever como funciona o todo o processo decisório para a escolha de ativos de um fundo de investimentos em ações;
- d) Analisar o grau de eficiência dos fundos de ações dividendos no Brasil, medindo a rentabilidade acumulada no período estudado (2005 a 2014), utilizando como benchmark três índices comparativos: o IBOV (Índice Bovespa), o CDI (Certificado de Depósito Interbancário) e IDIV (Índice Bovespa Dividendos);
- e) Comparar as rentabilidades para verificar a performance dos gestores dos fundos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O MERCADO FINANCEIRO

De acordo com Mellagi Filho (2011), o mercado financeiro é o conjunto de instituições e operações ocupadas com o fluxo de recursos monetários entre os agentes econômicos. Basicamente, consiste na operacionalização utilizada para integrar agentes credores a agentes deficitários dentro de um determinado sistema ou economia. A função básica do mercado financeiro, além de integralizar o sistema de recursos financeiros disponíveis (fornecer o capital de agentes credores do sistema financeiro), é a de fazer a devida distribuição desses recursos, a fim de estabelecer o nível de interesse entre um agente e outro, para que uma determinada operação (entre um credor e um deficitário) seja efetivada e atinja o grau de utilidade máximo para ambas as partes, ou seja, o credor aloca seu recurso financeiro no mercado e solicita determinada remuneração por esse capital. Em contrapartida, o mercado irá buscar estabelecer a relação de negócio com um agente deficitário, que necessite de tal recurso para suprir suas necessidades (sejam elas quais forem) e que esteja disposto a pagar a remuneração pelo capital fornecido. Essa remuneração é denominada juro (ou em termos percentuais, taxa de juro).

Segundo Blanchard (2008), a formação da taxa de juros de uma determinada economia é dada pela relação entre oferta e demanda de moeda no mercado. Ou seja, para se obter uma taxa de juros de equilíbrio, a mesma deverá ser tal que a oferta de moeda (que é independente da taxa de juros) seja igual à demanda por moeda (que depende da taxa de juros).

2.2 MERCADO DE CAPITAIS

De acordo com Pinheiro (2009) o mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, visando o afunilamento dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Em outras palavras, o mercado de capitais busca viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. É no mercado de capitais que se encontra o mercado acionário, que por sua vez, de acordo com a sua estrutura, pode ser dividido em duas etapas: o mercado primário e o mercado secundário.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM, 2015), o mercado primário é aquele em que os valores mobiliários de uma nova emissão da empresa são

negociados diretamente entre a companhia e os investidores (subscritores da emissão), e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para a formação de caixa.

Ainda de acordo com a CVM (2015), o mercado secundário de ações é o lugar onde se transferem os títulos emitidos no mercado primário entre investidores e/ou instituições financeiras através da compra ou venda desses ativos, proporcionando liquidez aos títulos. Ou seja, não há soma de valores no capital da empresa.

De acordo com Pinheiro (2009), as ações são títulos de propriedade de uma parte do capital social da empresa que as emitiu. Nesse caso, aquelas pessoas ou empresas que possuem ações de uma determinada companhia pode-se considerar sócio dela. Para Ishikawa;Filho (2011) as empresas que emitem ações são chamadas de “Sociedade Anônima” e podem ser de capital fechado ou aberto. Quando a empresa é de capital aberto é preciso que a mesma seja registrada como tal na CVM e, além disso, é preciso que a organização possua um sistema de governança corporativa, onde é obrigatório a prestação de informações periódicas ao mercado como seu comportamento social, econômico e financeiro. Existem dois tipos de ações a saber: Ações Ordinárias e Ações Preferenciais.

As ações Ordinárias são ações que conferem ao seu titular o direito de votar nas assembleias gerais de acionistas e nas extraordinárias (ISHIKAWA;FILHO 2011). Na assembleia geral de acionistas são aprovados o balanço patrimonial e o demonstrativo de resultado de exercício. Da mesma forma, é na assembleia geral que se discute o destino do resultado do exercício e é feita a eleição da diretoria da empresa. Nas assembleias extraordinárias são discutidos assuntos que podem afetar diretamente todos os acionistas da empresa, como a tomada de decisão em relação a um investimento, compra ou venda de ativos, emissão de novas ações, etc.

De acordo com Pinheiro (2009) as ações preferenciais têm como característica fundamental a prioridade sobre as ações ordinárias no recebimento de dividendos. Além dos dividendos, há outras duas formas de remuneração aos acionistas a saber: os juros sobre capital próprio e os bônus.

Para Pinheiro (2009), dividendos são valores representativos de parte dos lucros da empresa que é distribuído aos acionistas na proporção da quantidade de ações possuídas. Esses dividendos são creditados aos acionistas, mesmo que estes não venham a recebê-lo. Aqui no Brasil, as empresas abertas precisam distribuir ao menos 25% do lucro líquido aos acionistas. Dentro desse limite, a empresa optará pela política que melhor se adapte às suas necessidades. Caso não haja previsão no estatuto social, o dividendo obrigatório deve

corresponder, no mínimo à metade do lucro líquido ajustado. Juros sobre capital próprio, segundo Pinheiro (2009), é a remuneração paga aos acionistas sobre o montante investido na empresa. Os juros sobre capital próprio têm interessante vantagem fiscal para a empresa, pois seu valor reduz a base de cálculo dos impostos. O investidor paga na fonte 15% de Imposto de Renda sobre esse valor. Já as bonificações consistem no recebimento gratuito de um número de ações proporcional à quantia já possuída. Resultam do aumento de capital, por incorporação de reservas ou lucros em suspenso (PINHEIRO 2009 p.211).

No caso de dissolução da sociedade, ainda tem prioridade a receber a sua parte, ou seja, os detentores de papéis preferenciais de uma determinada empresa serão preferencialmente os primeiros a receber os recursos de natureza acionária. Segundo Ishikawa;Filho (2011) as ações preferenciais não dão direito a voto. Há três casos nos quais os acionistas preferenciais passam a ter direito a voto:

- quando a empresa passa três anos consecutivos sem pagar dividendos aos acionistas preferenciais
- quando os títulos são conversíveis em ações ordinárias
- quando as ações preferenciais têm direito a voto por força de estipulação nesse sentido nos próprios estatutos da empresa

O mercado é cercado de variáveis que podem afetar diretamente as empresas na tomada de decisão para implementar um plano de negócios onde seja necessária a abertura capital da empresa para captação de recursos. É preciso entender a estrutura de capital da empresa, que consiste na forma pela qual a mesma se financia, ou seja, como as fontes de recursos estão distribuídas pela companhia. Geralmente ela é formada por capital próprio (dispêndio por parte dos acionistas) e capital de terceiros (que são os credores das dívidas das empresas). Uma das tarefas para os gestores financeiros das empresas é encontrar o equilíbrio adequado para a composição de capital próprio e nível de dívida, pois esse equilíbrio será determinante para mensurar o grau de risco, os resultados e o valor da empresa. Negócios maduros, estáveis, com um bom fluxo de caixa com alta previsibilidade, são capazes de se endividar consideravelmente, uma vez que em momentos de crise dentro da própria empresa ou mesmo no setor em que ela atue, há uma capacidade maior devido a uma folga de caixa para pagamento dos juros que compõe suas dívidas. Por outro lado, negócios que estão em desenvolvimento e são considerados “promessas” no mercado financeiro, carregam um alto nível de incerteza quanto ao futuro, seja por falta de números expressivos ou falta de histórico

consistente em termos de vendas ou produção. Tudo isso dificulta ou inviabiliza a captação de dívida para alavancagem do negócio. De acordo com esses indicadores, os agentes do mercado (investidores, credores, operadores do mercado, fundos de investimento) buscam tomar suas decisões e montar suas posições.

3. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Fundos de investimentos são modalidades de investimento coletivo. É uma estrutura formal que reúne recursos financeiros de diversos credores, para investimento conjunto (CVM 2015). O fundo é criado por um administrador, geralmente uma instituição financeira, que formalmente o constitui e define seus objetivos, políticas de investimento, as categorias de ativos financeiros que poderá investir, os custos que incidirão aos cotistas para que o serviço de administração seja prestado e outras regras gerais de participação e organização. Todas essas informações são reunidas em um documento, que é chamado de regulamento do fundo.

Para Mellagi Filho (2011), um fundo de investimento é um tipo de aplicação financeira que reúne recursos de um conjunto de investidores (cotistas), permitindo assim investir em uma determinada cesta de ativos, em diferentes mercados. Esta carteira pode englobar títulos de renda fixa, títulos públicos, títulos cambiais, derivativos, commodities, ações, entre outros. Todo dinheiro aplicado no Fundo de Investimento é convertido em cotas. Cada cotista possui um número de cotas de acordo com o valor total aportado ao fundo para seus investimentos. O valor da cota é atualizado diariamente e o cálculo do saldo do cotista é feito multiplicando o número de cotas adquiridas pelo valor da cota no dia. O patrimônio de um Fundo de Investimento é a soma de todos os recursos aplicados por seus diferentes investidores. Esta alternativa de investimento apresenta diversas vantagens, em relação a investir individualmente.

A administração de um fundo é feita por quem cria o fundo. É o administrador quem define as suas principais características, objetivos e políticas de investimento, que devem constar do documento de constituição, o regulamento. Na prática, quando cria um fundo, o administrador assume responsabilidades perante os cotistas e a CVM, obrigando-se a prestar um conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo. Alguns desses serviços podem ser terceirizados, mas os contratados devem ser legalmente habilitados a exercer a atividade. O administrador é responsável pela elaboração e divulgação das informações periódicas e eventuais. Nesse sentido, acabe a ele contratar obrigatoriamente um auditor independente, que deverá ser registrado na CVM, para auditar as demonstrações contábeis do fundo.

Outro personagem fundamental para o funcionamento de um fundo é o gestor de carteiras, que é o responsável pelos investimentos realizados pelo fundo. É quem escolhe os ativos financeiros que irão compor a carteira, observando as perspectivas de retorno e risco e

a compatibilidade com a política de investimento e os objetivos definidos no regulamento do fundo. É o gestor quem irá decidir quando e quanto comprar ou vender de cada ativo financeiro, emitindo para isso, as ordens de compra e venda em nome do fundo. É importante salientar que o gestor pode ser o próprio administrador do fundo ou um terceiro habilitado e contratado para a função.

Com a sofisticação da indústria de fundos de investimento e a criação de inúmeros produtos nos últimos anos, tornou-se necessário categorizar os fundos de forma que melhor se adequasse à realidade. Para tanto o órgão regulador de fundos no Brasil criou a Classificação de Fundos ANBIMA. Ela agrupa fundos de investimento com as mesmas características, identificando-os pelas suas estratégias e fatores de risco. Esse agrupamento facilita a comparação de performance entre os diferentes fundos e auxilia o processo de decisão de investimento, além de contribuir para aumentar a transparência do mercado (ANBIMA 2015). Nesta nova classificação os investimentos estão divididos em três níveis: Classes de Ativos, Riscos e Estratégias de Investimento.

Dentro do primeiro nível (Classes de Ativos), os fundos são distintos da seguinte forma: Fundos de Renda Fixa, Fundos de Ações, Fundos Multimercados, Fundos Cambiais. Já no segundo nível (Riscos), os fundos são classificados conforme o tipo de gestão (ativa ou passiva). Para a gestão ativa, a classificação é desmembrada conforme a sensibilidade à taxa de juros. Eis as classificações: Fundos Indexados, Fundos Ativos, Fundos de Investimento no Exterior. No terceiro nível (Estratégias de Investimento), são divididos em três tipos: Fundos Soberanos, Fundos com Grau de Investimento, Fundos de Crédito Livre.

3.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS (F.I.A. DIV)

Em um fundo de ações a carteira de investimentos possui em sua maior composição ativos de renda variável como: ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósitos de ações, entre outros. Neste caso, o segundo nível identifica o tipo de gestão e os riscos associados a ela. Nesse caso, vamos nos debruçar sobre os fundos de ações dividendos e suas características.

De acordo com a ANBIMA (2015), em relação ao primeiro nível de classificação, os Fundos de Investimento em Ações Dividendos (FIA DIV) são fundos que possuem, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósitos de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e *Brazilian*

Depository Receipts (BDR's), classificados como nível I, II e III. O hedge cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor.

Segundo a ANBIMA (2015) em relação ao segundo nível de classificação, os Fundos de Investimento em Ações Dividendos se classificam como Ativos, ou seja, são fundos que têm como objetivo superar um índice de referência (benchmark), ou que não fazem referência a nenhum índice. A seleção de ativos para compor a carteira deve ser suportada por um processo de investimento que busca atingir os objetivos e executar a política de investimentos definida para o fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de fundos de renda fixa – duração baixa – grau de investimento ou em ativos permitidos a estes desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA, exceção feita aos fundos classificados como Livre (nível 3).

Ainda de acordo com a ANBIMA (2015), em relação ao terceiro nível de classificação, os Fundos de Ações Dividendos se classificam como Dividendos. Esses são fundos que investem em ações de empresas com histórico de *dividend yield* (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem estas perspectivas.

3.1.1 Tributação de Fundos de Investimento

De acordo com a norma da CVM, os fundos possuem políticas diferentes de tributação. Existe a tributação para fundos de ação, tributação de curto prazo, tributação de longo prazo e, em alguns casos específicos, isenção de impostos. Os fundos que possuem tributação de curto prazo possuem uma alíquota fixa de 20% sobre o ganho de capital. Já os fundos que possuem política de tributação de longo prazo possuem alíquotas de acordo com o período em que se mantêm os recursos dentro do fundo de investimentos, sendo os ganhos de capital sobre esses recursos tributados da seguinte maneira:

Tabela 1: Política de tributação de fundos de investimento

PRAZO DE INVESTIMENTO	ALÍQUOTA DE TRIBUTAÇÃO
Até 180 dias	22,5%
De 181 a 360 dias	20%
De 361 a 720 dias	17,5%
Acima de 720 dias e fundos de ações	15%

Fonte: CVM

Os fundos de ações possuem uma política de tributação onde independente do prazo, o imposto pago é de 15% sobre o ganho de capital alocado no fundo.

4. GESTÃO DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS

4.1 ANÁLISE DE RISCO/RETORNO DE UM F.I.A.

Para se ter uma boa compreensão dos dados que são fornecidos como base para a decisão de um investidor alocar recursos em um determinado fundo de investimentos em ações dividendos, o mercado de fundos se pauta em alguns cálculos que são feitos para gerar índices e indicadores, a fim de informar com clareza ao público alvo de que forma se comporta a gestão de determinado fundo (MELLAGI FILHO, 2011). Dentre esses indicadores, há três mais significantes e mais presentes para análise do histórico de um FIA Dividendos: Volatilidade, Índice de Sharpe e Alfa de Jensen.

A volatilidade (*vol*), de acordo com Damodaran (1999), nada mais é do que uma medida de dispersão. Normalmente quando se fala de risco, está se falando de volatilidade. Quanto maior for a volatilidade, maior tendem a ser as variações de um determinado fundo. Em outras palavras, pode-se dizer que a *vol* é o quanto um fundo pode oscilar em um determinado período de tempo, ou seja, ela “quantifica” os riscos para o investidor. Usualmente utilizada, ela é o desvio padrão das variações diárias do fundo, porém, existem outras formas de medida para volatilidade. Normalmente, ela é uma medida mostrada anualizada. Isso quer dizer que um investidor pode ter x% de variação para cima ou para baixo para cada desvio padrão que o ativo tiver.

Já o Índice de Sharpe é calculado da seguinte forma:

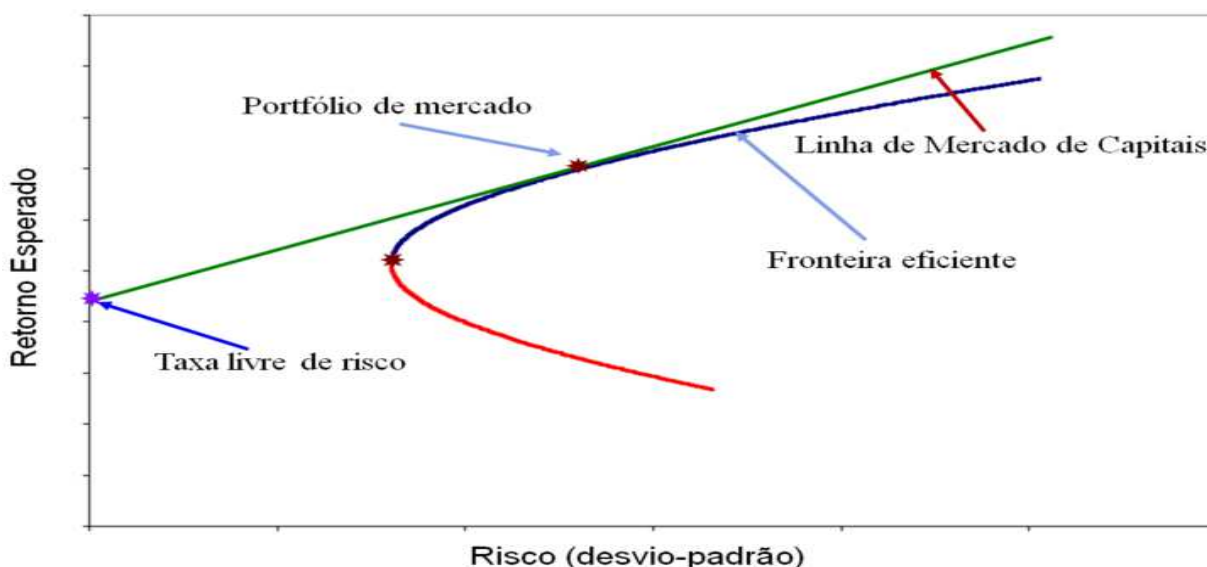
$$\text{Índice de Sharpe} = \frac{\text{Rentabilidade do Fundo} - \text{Rentabilidade Benchmark}}{\text{Risco (volatilidade)}}$$

Esse cálculo, segundo Oliveira (2005), caso resulte em um número positivo indica que o investidor é mais remunerado pelo risco que o fundo corre. Um índice de Sharpe negativo, por outro lado, indica que o investidor não está sendo devidamente remunerado pelo risco que está correndo. Isto é, seria melhor o investidor ter aplicado em um ativo “livre de risco”. Nesse caso, o benchmark tem um papel muito importante. Ele é o termômetro do índice, indicando quando é vantajoso correr riscos para se ter um retorno acima dele. No Brasil, o referencial mais utilizado é o CDI (Certificado de Depósito Interbancário), que indica

aproximadamente a taxa de juros do país, ou seja, o custo que os bancos tem para emprestar dinheiro um para o outro. É importante entender que o Índice de Sharpe, apesar de útil, é uma medida estatística. Um fundo que hoje possui um índice de Sharpe ruim pode ter uma boa performance no futuro.

Baseando-se nos índices mais utilizados para analisar a relação de risco e retorno de um determinado fundo de investimentos, é importante lembrar que a seleção de um portfólio de ações que busque os melhores resultados, maximizando seu retorno com o menor nível de risco possível é feito através da diversificação de ativos. A teoria de carteiras de Markowitz (1952) mostrou como investidores avessos a risco deveriam alocar seus recursos para maximizar o retorno esperado para um dado nível de risco. Ou seja, como seria possível utilizar métodos quantitativos para se equilibrar uma carteira de ativos se medindo a quantidade de risco (que nesse caso é considerado um desvio-padrão do retorno). Esse princípio resgata a questão da volatilidade. A conclusão de Markowitz (1952) aponta para a diversificação, ou seja, mesmo com a maior possibilidade de retorno em um portfólio mais arrojado, o comportamento humano costuma limitar esta exposição, muitas vezes preferindo um retorno menor, mas com um risco também menor. Todas as combinações possíveis de uma determinada carteira de ativos são avaliadas dentro do que é chamado de fronteira eficiente de Markowitz, de acordo com a figura abaixo:

Figura 1: Curva da fronteira eficiente de Markowitz



Fonte: Markowitz, H. Portfolio Selection. Elaboração Própria

A figura 1 se traduz da seguinte forma: o ponto indicativo como taxa livre de risco seria o equivalente, segundo Oliveira (2005) a um ativo que oferece uma taxa de retorno

previsível ao longo da duração do horizonte de transação, isto é, o horizonte de decisão mais curto possível. Caso tome-se o dólar americano como unidade de conta no horizonte de transação em um dia, a taxa sem risco é a taxa de juros dos títulos do Tesouro Nacional com vencimento no dia seguinte. O portfólio de mercado seria uma diversificação igualitária da fração do valor do título com relação ao valor de mercado como um todo, ou seja, ele representa o mercado. Como o próprio gráfico mostra, essa teoria basicamente explica como um investidor (seja ele avesso ao risco ou não), se comportaria na hora de escolher um portfólio de ativos. Quanto maior o risco, maior o retorno esperado pelo investidor, e quanto menor o risco, menor o retorno esperado. Isso não significa que o retorno irá se concretizar, mas sim, que quanto maior houver a diversificação dos ativos, menor será o risco não sistemático (risco que pode ser diversificável – diferente dos riscos de mercado que são sistemáticos e não são minimizados nem com a diversificação).

4.2 CLASSIFICAÇÃO DE DESEMPENHO DE UM F.I.A.

O mercado de fundos de investimento também possui uma agência internacional – a Morningstar - que classifica os fundos conforme sua performance (de acordo com o método adotado pela empresa). O *rating* Morningstar é uma avaliação quantitativa do desempenho passado de um fundo, representando risco e retorno. Ela classifica os fundos de uma a cinco estrelas em relação aos demais na sua Categoria Morningstar, um grupo de comparação focado, para avaliar melhor as habilidades do gestor do fundo. Ou seja, fundos de investimento que possuem classificação de 1 estrela pela Morningstar possui baixo desempenho frente ao mercado. Da mesma forma, fundos que possuem classificação 5 estrelas possuem um ótimo desempenho, entregando rentabilidades acima das do mercado. O *rating* Morningstar está disponível para períodos de três, cinco e dez anos, e também calcula a classificação geral para cada fundo aplicável. A classificação foi criada para ajudar os assessores e investidores a comparar o desempenho do fundo em relação a um grupo de fundos similares (pares) para a formação da carteira. Uma classificação elevada por si só não é uma base suficiente para decisões de investimento. As principais características deste rating são as seguintes:

*O grupo de pares para a classificação de cada fundo é a sua Categoria Morningstar

*As classificações são baseadas nos retornos ajustados ao risco dos fundos.

Existem diversos fatores que podem influenciar o bom retorno de um investimento em uma carteira de ações que sejam boas pagadoras de dividendos. Desde modelos matemáticos e

estatísticos que buscam explicações plausíveis sobre a valorização de ações, até a expectativa dos empresários e consumidores em relação à economia em um período futuro. Na realidade, o que é possível se mensurar é que há maior correlação de alguns fatores – tanto macro quanto microeconômicos – com o mercado de ações do que outros. Esse trabalho irá se pautar em 5 indicadores relevantes da economia brasileira para o mercado acionário nacional: Produto Interno Bruto (PIB), Taxa de Câmbio, Taxa de Juros, Risco País, Rating e expectativa futura dos agentes econômicos.

5. FATORES MACROECONÔMICOS

5.1 PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)

O Produto Interno Bruto é a soma de todos os bens e serviços finais produzidos por um determinado Estado (seja ele qualquer unidade federativa) dentro de uma janela de tempo. O PIB é um dos indicadores mais utilizados na macroeconomia com o intuito de quantificar a atividade econômica de uma região. Desse modo, é possível se observar se um determinado país está em fase de crescimento econômico, determinado por um PIB estável ou crescente, ou se esse país se encontra em recessão, com baixas taxas de crescimento ou regresso econômico. Esse fator é determinante para a tomada de decisão de investidores nacionais e internacionais no mercado de ações brasileiro, pois é possível verificar o grau de aquecimento da economia através desse indicador.

5.2 TAXA DE CÂMBIO

Para Blanchard (2008), a taxa de câmbio é definida como uma relação de moedas entre dois países (reais em dólares por exemplo). Ou seja, representa quantitativamente quando vale uma moeda em relação a outra. Caso haja depreciação de moeda nacional em relação a uma moeda estrangeira, traduz-se em um aumento da taxa de câmbio. Caso haja uma apreciação de uma moeda nacional em relação a uma moeda estrangeira, traduz-se em uma diminuição da taxa de câmbio. Em outras palavras, a taxa de câmbio busca mostrar em termos de valores, o quanto uma moeda “pesa” em relação à outra. Isso influencia diretamente na tomada de decisão dos investidores, uma vez que uma valorização do Real (no caso do Brasil), é consequência de diversos fatores, entre eles, a maciça entrada de recursos estrangeiros no Brasil. A elevação do valor do Real brasileiro em relação a outras moedas (o dólar por exemplo), em resumo, se traduz em uma grande procura pela moeda. Isso se traduz em investimento estrangeiro, ou seja, os investidores internacionais têm boas perspectivas em relação ao resto do mundo para colocar seu dinheiro no Brasil. Por outro lado, uma depreciação da taxa de câmbio (ou apreciação do dólar em relação ao Real) é sinal de saída de recursos do país. Isso impacta diretamente o mercado financeiro – por consequência o mercado de ações – pois os investidores encontram melhores oportunidades de relação risco/retorno para seu capital em outros lugares do mundo. Dessa forma, é prudente diminuir participação em mercado de risco através da venda de ativos para realocação em outros portfólios. Em contrapartida, uma desvalorização brusca no Real torna os ativos nacionais

atrativos para investidores estrangeiros. As ações convertidas em dólar ficam muito mais baratas. Porém, encontrar o equilíbrio entre o real valor das ações das empresas do mercado brasileiro e o preço negociado no mercado acionário é um desafio para gestores de recursos e investidores do mundo inteiro.

5.3 TAXA DE JUROS

De acordo com Blanchard (2008), a taxa de juros é determinada de acordo com a oferta e demanda de moeda em uma economia. O Banco Central determina a taxa de juros e deixa o equilíbrio monetário ser determinado no ponto em que a oferta de moeda iguala a demanda por moeda. Ou seja, quando o BACEN decide por aumentar a oferta de moeda na economia, diretamente escolheu por baixar a taxa básica de juros na economia (que no Brasil é denominada TAXA SELIC). A taxa Selic é, de acordo com o Banco Central, uma taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia para títulos federais. Em outras palavras, é quanto custa o financiamento no mercado interbancário para operações de um dia que possuem lastro em títulos públicos federais. Nesse caso, para Blanchard (2008), o impacto no mercado de ações se traduz na preferência dos investidores em escolher entre a expectativa do preço de determinada ação subir $x\%$ em uma janela de tempo ou escolher reter títulos (sejam públicos ou privados) que possuem um tipo de remuneração independente de oferta e demanda pelos mesmos. Se colocarmos em termos práticos, quanto maior a taxa de juros da economia brasileira, que reflete uma remuneração maior por títulos independente de oferta e demanda, menor o apetite por ativos de renda variável que dependem de investimentos com alto risco para remunerar acionistas na mesma ou maior proporção. Porém, a expectativa futura dos agentes econômicos afeta diretamente essa premissa. Uma taxa de juros extremamente elevada no curto prazo devido a algum tipo de ajuste que deva ser feito em uma economia pode ser encarado como oportunidade dos investidores de montar uma posição acionária de longo prazo, acreditando que futuramente essa taxa de juros venha a convergir para baixo, contribuindo assim para o crescimento das empresas e consequentemente, um aumento no preço das ações. Sendo assim, ações baratas tornam-se ativos muito buscado pelos investidores.

5.4 EXPECTATIVA FUTURA DOS AGENTES ECONÔMICOS

O mercado de um modo geral tem sua dinâmica estabelecida pela incerteza e pela expectativa dos agentes econômicos em relação ao futuro. Essas expectativas são medidas

através de alguns índices como o Índice de Confiança do Consumidor, Índice de Confiança da Indústria, entre outros. Com base na expectativa dos agentes econômicos, é possível se projetar o nível de crescimento futuro de uma economia, a propensão a investir e a consumir, bem como a expectativa de retorno que os agentes têm em relação ao futuro (seja o retorno em forma de ativos financeiros, rentabilidades, serviços oferecidos pelo governo, diminuição de carga tributária, etc). Todos esses fatores influenciam os investidores no processo de tomada de decisão para alocação do seu capital em determinada economia/empresa.

6. ANÁLISE DE RESULTADOS

Para o presente estudo, utilizou-se uma amostra de 11 (onze) fundos de investimentos em ações dividendos. Embora a indústria de fundos deste tipo aqui no Brasil seja ainda recente, foi possível utilizar uma amostra que contempla um histórico mínimo a contar do ano de 2005. O universo total do mercado analisado contempla um total de 12 fundos existentes em 01 de Janeiro de 2005, deixando a amostra com um total de 91,67% do total do mercado. Porém, com o passar dos anos, a indústria de fundos de investimento foi crescendo consideravelmente, tanto na parte de gestão de ativos de renda fixa como de renda variável. Em 31 de Dezembro de 2014, os fundos analisados na amostra deste estudo representavam 11,96% do total, pois de acordo com a ANBIMA, nessa data existiam 92 fundos de investimento em ações dividendos em funcionamento. Isso dá um aumento médio de 8 fundos novos criados nessa categoria por ano. Porém, 58 desses 80 novos fundos (equivalente a 72,5%) criados desde 2005 e que não fazem parte da amostra foram criados a partir de Janeiro 2010. O ano de 2005 foi utilizado como ponto de partida, pois em tal ano foi criado o IDIV (Índice de Dividendos). Esse índice, de acordo com a BMFBovespa (2015), tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas que se destacaram em termos de remuneração dos investidores, sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio. As ações componentes desse índice são selecionadas por sua liquidez e ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis para negociação. Para que se pudesse mensurar o grau de eficiência do desempenho dos fundos, a amostra utilizou diferentes gestores (casas de investimento – bancos e gestoras de investimento). O objetivo era analisar quantitativamente diferentes tipos de gestão de carteira de ativos de renda variável, a fim de identificar se utilizando diferentes tipos de estratégia em uma mesma classificação de ativos, é possível atingir um resultado de rentabilidades significativo perante outros *benchmarks*. Para esse estudo foi considerado que todos os gestores estão em igualdade de conhecimento dos preços do mercado acionário brasileiro. Ou seja, a eficiência dos gestores dos fundos serão analisadas pelas rentabilidades observadas, uma vez que não é possível obter informações referentes a possíveis informações privilegiadas que alguns gestores podem ter perante outros no que se trata de expectativa de valorização ou desvalorização de ações. Os fundos utilizados estão na tabela 2:

Tabela 2: Fundos de investimento analisados no estudo

Banco do Brasil Dividendos FIC Ações
Banco do Brasil Top Dividendos FIA
Bradesco Dividendos FIA
Bradesco Prime Dividendos FIC Ações
Credit Suisse Hedging Griffo Dividendos FIA
Itaú Dividendos FIA
Itaú Personnalite Ace Dividendos FIC Ações
Safra Multidividendos PB FIC Ações
Santander Dividendos FIC Ações
Unibanco Private Dividendos FIA
Vinci Gas Dividendos FIA

Fonte: Elaboração própria

As políticas de investimento dos fundos acima citados são as mesmas, uma vez que na nomenclatura dos fundos é possível observar a palavra **DIVIDENDOS**. Porém, o tipo de gestão dentro de cada fundo é feita de forma distinta. Cada equipe de profissionais realiza diferentes tipos de análises referentes aos ativos negociados na Bovespa. Entretanto, o objetivo acaba se tornando o mesmo: investir em ativos que sejam bons pagadores de dividendos a fim de obter valorização das cotas do fundo buscando superar *benchmarks* como o IBOV e o IDIV. Além de observar se os fundos superam esses objetivos, o estudo irá se pautar também em outros benchmarks (neste caso o CDI), para identificar se vale a pena correr o risco proposto pelos fundos para se conseguir uma rentabilidade significativa perante ativos considerados de baixíssimo risco.

As informações obtidas foram através do software de dados econômicos QUANTUM AXIS, uma plataforma que compila dados do mercado financeiro (CVM BOVESPA E ANBIMA). Após acessar o software, foi utilizado o seletor de palavras-chave nos filtros avançados para localizar os fundos de investimento em ações dividendos disponíveis no mercado brasileiro utilizando a palavra “**DIVIDENDOS**”. Em seguida, foi selecionado a rentabilidade bruta nos períodos mensais de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2014. As rentabilidades mensais calculadas no software são baseadas na variação do patrimônio líquido diário do fundo considerando novos aportes ou retiradas de recursos. Para o cálculo das rentabilidades anuais, utilizou-se o cálculo de juros compostos com base em um montante

financeiro fictício de R\$ 100,00. Tais cálculos foram realizados através de uma planilha Excel. Os resultados de rentabilidades dos fundos estudados estão na tabela 3:

Tabela 3: Rentabilidades dos fundos de investimento

Fundo de Investimento	Rentabilidade (em%) de 01/01/2005 a 31/12/2014
BB Dividendos FIC Ações	194,38
BB Top Dividendos FIC Ações	260,87
Bradesco Dividendos FI Ações	282,08
Bradesco Prime Dividendos FIC Ações	226,85
CSHG Dividendos FIC Ações	482,04
Itaú Dividendos FI Ações	165,15
Itaú Personnalité Ace Dividendos FIC Ações	122,25
Safrá Multidendidos PB FIC Ações	142,12
Santander Dividendos FIC Ações	124,25
Unibanco Private FI Ações	156,79
Vinci Gas Dividendos FI Ações	164

Fonte: Elaboração própria

Se analisarmos individualmente o desempenho de cada um dos fundos estudados, podemos ver que há uma grande discrepância entre as rentabilidades obtidas por cada um deles. O fundo com pior desempenho entre os analisados é o Itaú Personnalité Ace Dividendos FIC Ações que apresentou uma rentabilidade de 122,25%. Já o fundo com a melhor rentabilidade ficou com o Credit Suisse Hedging Griffo Dividendos FIC Ações, que obteve uma valorização das cotas do fundo de 482,04% durante o mesmo período. A diferença de rentabilidade entre esses dois fundos é de 161,88%, o que corresponde a mais de 1,5 vezes a rentabilidade do fundo com pior rendimento. O comportamento dos fundos se deu de uma forma geral semelhante. Para comparar com a evolução das rentabilidades individuais dos fundos, o estudo buscou o rating da Morningstar para efeito de comparação, conforme tabela 4:

Tabela 4: Classificação Morningstar dos fundos

Fundos	Classificação Morningstar
BB Ações Dividendos FIC FIA	****
BB Top Dividendos FIA	****
Bradesco Dividendos FIA	****
Bradesco Prime Dividendos FIC FIA	****
CSHG Dividendos FIC FIA	*****
Itaú Ações Dividendos FIA	**
Itaú Personalite ACE Dividendos FIA	***
Safra Multidendos PB FIC FIA	***
Santander Dividendos FIC FIA	***
Unibanco Private Dividendos FIA	**
Vinci Gas Dividendos FIA	*****

Fonte: Morningstar, elaboração própria

De um modo geral, o *rating* Morningstar está refletindo o desempenho dos fundos ao longo de todo o período. Alguns fundos que renderam mais que outros, como é o caso do Unibanco Private Dividendos FIA em relação ao fundo do Santander, recebeu uma avaliação inferior da agência de classificação. Isso se dá devido à metodologia quantitativa específica utilizada pela empresa para qualificar a gestão da equipe do fundo. O resultado mostra que não é apenas a rentabilidade que influencia o *rating*. De acordo com a Morningstar, a metodologia particular se baseia no desempenho ajustado ao risco, ou seja, as ponderações utilizadas pela agência equalizam os níveis de risco. Por isso, ao classificar os fundos, a agência recompensa o retorno mas também penaliza o risco em todos os casos.

Porém, é possível observar também que há fundos na tabela que possuem rentabilidades muito mais próximas entre si, o que levou esse estudo a aprofundar as análises de eficiência dos mesmos através de uma diversificação de valores iguais entre os fundos. Foi considerado nessa segunda análise um montante financeiro no valor de R\$ 1.100,00 diversificado igualmente entre os 11 fundos analisados, considerando assim uma ponderação igual de 9,09% para cada fundo de investimento, considerando cada fundo como um ativo que compõe uma carteira de investimentos. O intuito é verificar se a mesma lógica que os fundos se utilizam para selecionar ações no mercado de bolsa de valores é válido para um investidor que busca maximizar seus rendimentos e minimizar seus riscos através de uma pulverização dos seus recursos em diferentes tipos de gestão. Nesse caso, foi preciso calcular a rentabilidade média dos fundos analisados e comparar com os seguintes índices de referência

(*benchmarks*): IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), CDI (Certificado de Depósito Interbancário), IBOV (Índice Bovespa), IDIV (Índice Dividendos). A tabela 5 demonstra os resultados obtidos no período de 01/01/2005 a 31/12/2014:

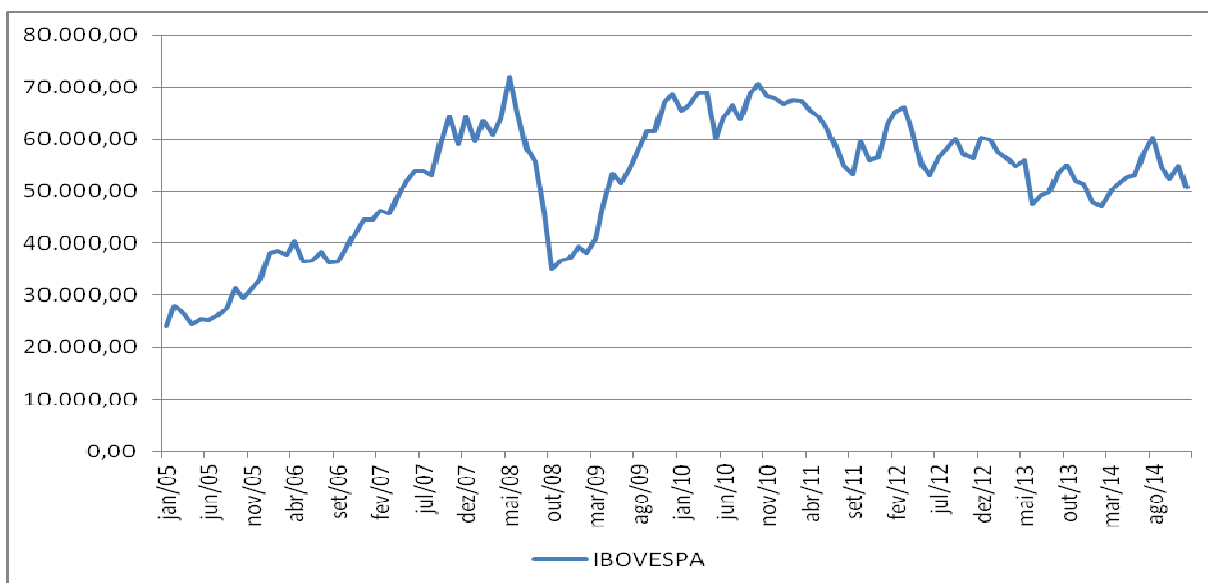
Tabela 5: Variação de indicadores no período de 01/01/2005 a 31/12/2014

Indicadores	Variação (em%)
IPCA	69,24
IBOV	100,33
IDIV*	179,19
CDI	200,34
Rentabilidade Média dos Fundos de Investimentos	210,98

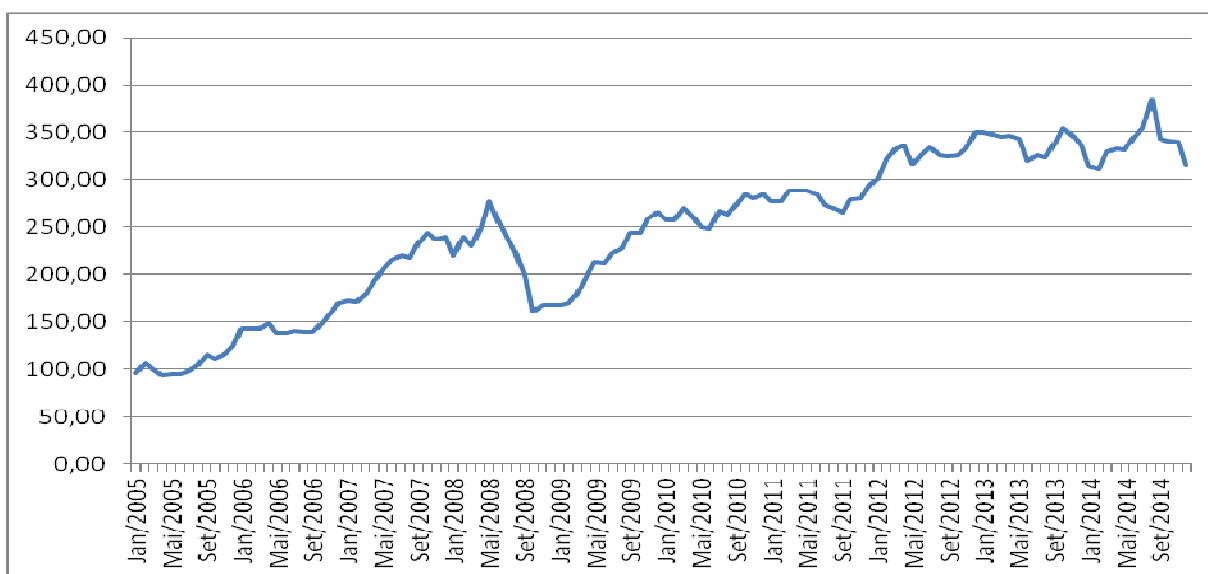
Fonte: Elaboração própria. *O IDIV possui histórico a partir de 01 de Janeiro de 2006

De acordo com a tabela, podemos verificar que quando um investidor busca minimizar seus riscos de estratégia através de diferentes tipos de fundos de investimento em ações dividendos, ele obtém um resultado consistente no longo prazo equivalente a 210,98% em um período de 10 anos (2005 a 2014). Isso dá uma rentabilidade média de 12,01% bruto ao ano (ou 0,95% ao mês). Porém, se analisarmos os referenciais em questão, é possível observar que o CDI no mesmo período teve uma rentabilidade de 200,34%, equivalente a 11,62% ao ano ou 0,92% ao mês. Considerando que o CDI é um indicador de investimentos em renda fixa (tanto em crédito público quando privado – para nível de comparação, o estudo se baseia no CDI como sendo livre de risco), a diferença de rentabilidade entre CDI e Fundos de Investimento em Ações Dividendos é extremamente baixa, de apenas 3,54% em 10 anos, equivalente a 0,35% ao ano ou 0,03% ao mês.

Comparando com a evolução do IBOV, encontramos grande diferença de rentabilidade nos fundos de investimento em relação à evolução do índice no período analisado (conforme gráficos 1 e 2):

Gráfico 1: Variação IBOV (Jan/2005 a Dez/2014)

Fonte: BMFBovespa

Gráfico 2: Evolução do valor médio das cotas dos fundos (inicial=100)

Fonte: Elaboração própria

De acordo com as figuras ilustradas nos gráficos acima, é possível perceber que o desempenho dos fundos ativos supera consistentemente o comportamento do mercado de ações como um todo. Em um primeiro momento de forte alta na bolsa de valores (entre os anos de 2005 e 2008), a rentabilidade média dos fundos é inferior a valorização do IBOV. O desempenho dos fundos ficaram em cerca de 175% de valorização, enquanto o índice Bovespa subiu cerca de 190%. No período que sucede a alta, embora haja forte queda no preço dos ativos no ano de 2008, nota-se no desempenho dos fundos uma “defesa” na

desvalorização das cotas. Enquanto o IBOV desvalorizou cerca de 50%, os fundos caíram cerca de 40%. Nesse movimento percebe-se que a ação dos gestores conseguiu diminuir o grande impacto das vendas das ações por parte dos investidores, selecionando ativos que tivessem menos risco, uma vez que os fundos de ação devem por regulamento deixar em sua carteira pelo menos 67% em ações. Porém, novamente no movimento de recuperação, a forte alta entre os anos de 2009 e 2010 no mercado fez com que a média de rentabilidade dos fundos ficasse atrás do IBOV novamente (cerca de 93% de alta no IBOV contra cerca de 67% de alta no valor médio dos fundos). Ao longo de todo o período analisado, os fundos conseguem diminuir a volatilidade em relação ao índice Bovespa, apresentando resultados melhores em 10 anos.

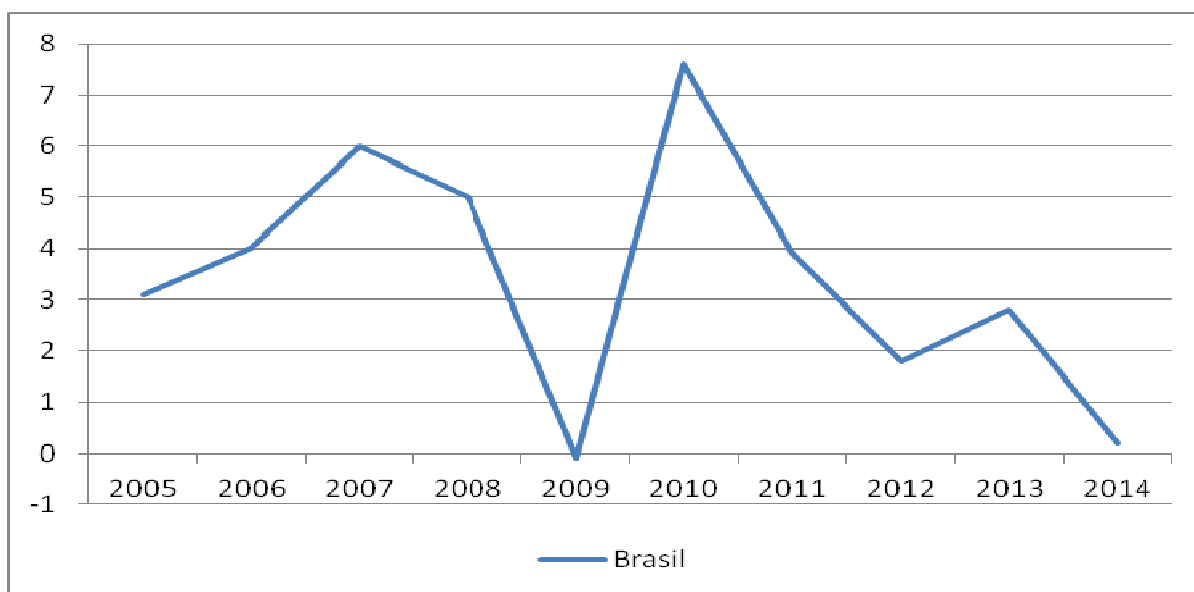
Em relação ao IDIV, é possível observar uma diferença considerável, uma vez que o índice em questão possui histórico a partir de Janeiro de 2006. Porém, considerando a diferença entre o IDIV acumulado de 01 de Janeiro de 2006 a 31 de Dezembro de 2014 e a rentabilidade média dos Fundos de Investimentos em Ações Dividendos no mesmo período, podemos observar uma diferença de 11,39% entre os dois números. Essa diferença pode ser justamente a falta de um ano de histórico do índice Dividendos, uma vez que a rentabilidade média anual dos fundos se deu em 12,01% ao ano, mas não se pode afirmar essa constatação com certeza.

Um detalhe muito interessante observado é o seguinte: o índice Dividendos é um índice que ao longo do tempo teve sua carteira modificada. Atualmente, a carteira que compõe o IDIV é formada por 30 papéis. Um fundo de investimento em ações dividendos possui em média cerca de 10 ações que compõe o portfólio do fundo. Se considerarmos a possibilidade de uma equipe de gestão escolher aleatoriamente uma carteira de ações composta por 10 ativos dentre os 30 papéis que compõe o IDIV, a chance dessa equipe de escolher as carteiras que renderam em média mais que a média das outras é de aproximadamente uma em 16 trilhões. Ou seja, praticamente impossível. Isso não descarta a possibilidade de um gestor acertar a escolha de uma ação específica aleatoriamente, porém a carteira como um todo é extremamente improvável. Esse fato corrobora com nosso objeto de estudo que é a eficiência dos fundos de investimento. O grau de eficiência mensurado através da expertise, acesso a informações do mercado, a correta leitura macroeconômica dos cenários enfrentados pela economia brasileira em determinados anos e a correta interpretação das expectativas dos agentes econômicos faz toda a diferença entre o desempenho de um fundo em relação a outro.

No caso da inflação (IPCA) acumulada no período, podemos identificar um significativo ganho real de capital dos fundos de ação dividendos no período analisado. O aumento do poder de compra foi equivalente a 83,75%, ou seja, após o período de 10 anos em que o capital ficou investido, todo o capital foi corrigido pela inflação e teve um aumento de 83,75% no montante.

É importante lembrar que o mercado brasileiro de uma forma geral é altamente ligado aos outros mercados do mundo inteiro, principalmente em termos de fluxo de capitais e parcerias comerciais. Investidores e traders do mundo inteiro atuam no mercado brasileiro de forma a diversificar seus investimentos ou até mesmo para especular através de compra e venda de ativos como contratos futuros de dólar ou índice, ações e opções. Tudo isso acaba influenciando diretamente no preço das ações no mercado financeiro. Da mesma forma que a alta dependência comercial do Brasil com outros países para produção ou exportação de commodities torna essa volatilidade um tanto maior. Em relação às variáveis macroeconômicas, observamos os seguintes dados no gráfico 3:

Gráfico 3: Taxa de crescimento real do PIB Brasil em % (2005-2014)

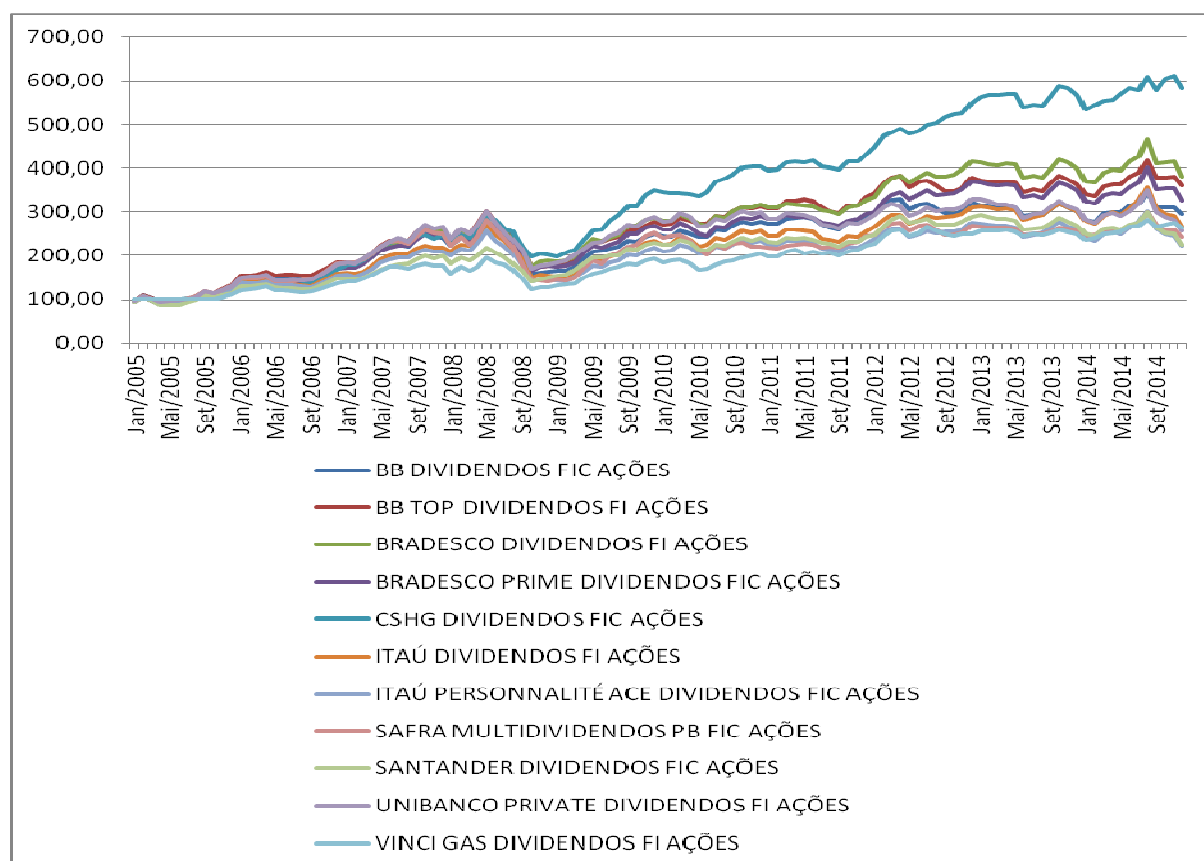


Fonte: Banco Central do Brasil - BACEN

Nota-se no gráfico acima uma oscilação brusca na taxa de crescimento do PIB do Brasil entre os anos de 2005 e 2014. O acumulado no período de 10 anos ficou em torno de 40% de crescimento na economia brasileira. A crise financeira global em 2008 contribuiu para a forte queda da taxa de crescimento em 2009, recuperando fortemente o crescimento no ano seguinte. A queda no preço dos ativos mundiais afetou as bolsas internacionais, pressionando a venda de ativos de risco em todos os mercados (ações), fazendo com que os

fundos de investimento em ações de todos os tipos sofressem uma forte desvalorização. O gráfico 4 mostra o desempenho mensal (juntamente com a evolução do acumulado) dos fundos de investimentos analisados neste trabalho:

Gráfico 4: Evolução do valor das cotas dos fundos de investimento em ações dividendos (inicial=100)

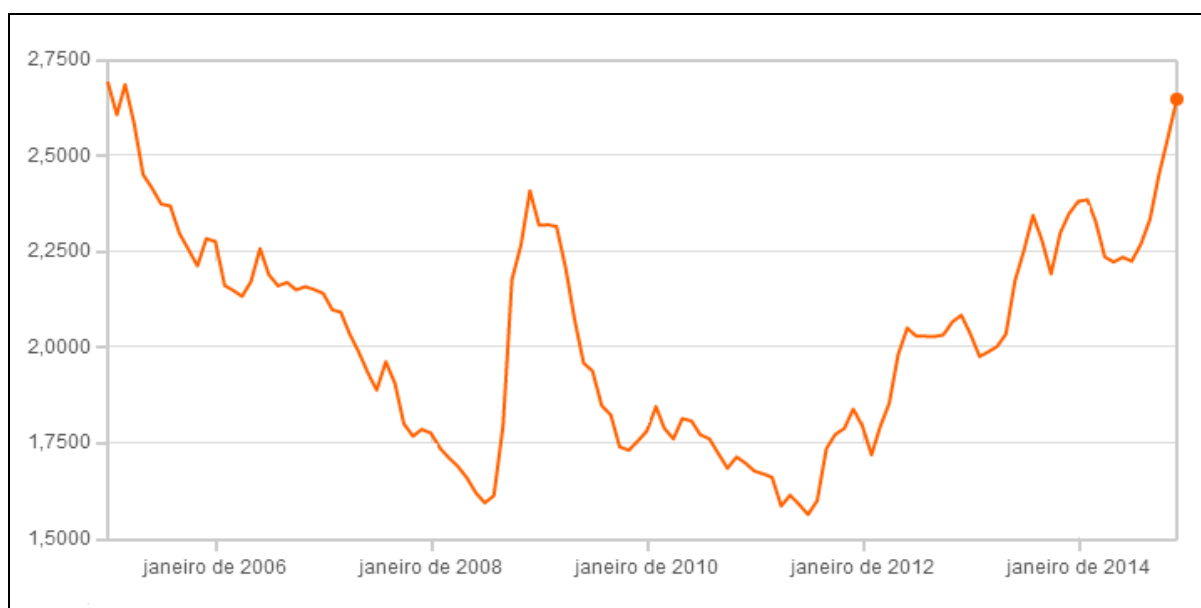


Fonte: Elaboração própria

Nota-se que o fator crescimento do PIB tem certa correlação com a variação do índice Bovespa, porém, pouca correlação quando analisado em relação à evolução da rentabilidade dos fundos de investimento em ações dividendos. Outro dado importante a ser observado e que auxilia no entendimento da evolução da taxa de crescimento do PIB e da volatilidade do IBOV é a taxa de câmbio (US\$ em relação ao BRL – Reais Brasileiros). O movimento observado no gráfico a seguir retrata uma grande correlação com o índice Bovespa, sustentando a tese de que a taxa de câmbio tem alta influência no mercado acionário brasileiro. De acordo com o movimento, a desvalorização do dólar americano frente ao Real brasileiro pode ter colaborado a impulsionar o índice de ações nacional, uma vez que a grande compra de reais brasileiros frente ao dólar americano pode indicar a maciça entrada de

capitais estrangeiros para a compra de ações aqui no Brasil, porém existem muitos outros fatores que envolvem a oscilação da taxa de câmbio. Da mesma forma, a crise financeira mundial de 2008 fez com que os investidores vendessem ativos de risco em mercados de risco (no caso da Bolsa de Valores brasileira), voltando a alocar seus recursos em moedas consideradas mais seguras (caso do dólar). Observe:

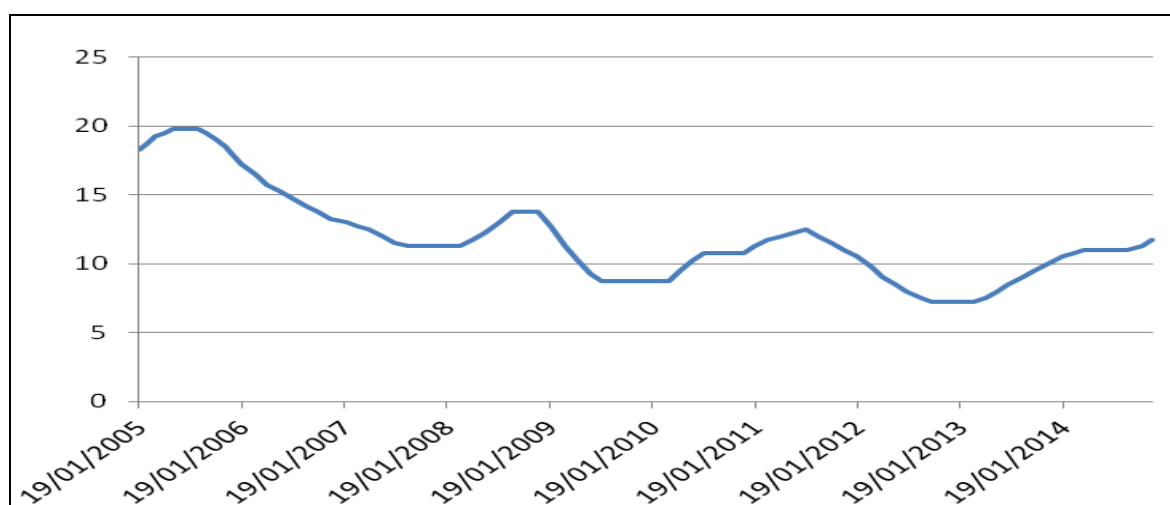
Gráfico 5: Taxa de câmbio – Dólares americanos contra reais (US\$/BRL) – 2005 A 2014



Fonte: BACEN, elaboração própria

Além da taxa de câmbio como influência na volatilidade dos ativos de renda variável no Brasil, analisamos também a influência da taxa Selic (referencial da taxa de juros na economia brasileira). O gráfico 6 mostra a evolução desta taxa entre os anos de 2005 e 2014:

Gráfico 6: Evolução da Taxa Selic (% ao ano) – 2005 a 2014



Fonte: BACEN, elaboração própria

Observa-se que a taxa Selic vem caindo ao longo dos anos desde 2005. Essa diminuição tem impacto direto no plano de investimentos das empresas, uma vez que a concessão de crédito por parte dos bancos fica cada vez mais barato para as firmas. Além disso, o crédito para a população também fica mais barato, aumentando o potencial de consumo para quem produz. Porém o que observamos foi que mesmo com a diminuição da taxa Selic, houve períodos em que o mercado financeiro não respondeu bem ao ajuste. A queda na taxa de juros (Selic) ao longo dos 10 anos analisados é equivalente a 35,61%. Ou seja, a queda na taxa de juros também deve estar associada ao risco de se investir no país, seja por questões políticas ou econômicas. Quanto mais arriscado e incerto estiver o futuro no país, maior o retorno que os investidores buscam para suprir seu apetite pelo risco. Nesse caso, a expectativa futura dos agentes influencia bastante na tomada de decisão.

É importante frisar que os resultados encontrados nesse estudo foram referentes a uma determinada janela de tempo (10 anos). Nesse período, os acontecimentos locais e internacionais (ciclos de commodities, criação de novas empresas, avanços tecnológicos, novas perspectivas) afetaram o desempenho de todos os indicadores citados neste trabalho direta ou indiretamente. Isso não significa que se alguns fatos acontecerem da mesma maneira no futuro (quantitativa e qualitativamente) irá resultar nas mesmas oscilações observadas neste estudo. Além disso, os ajustes econômicos e a precificação de ativos não é feita da noite para o dia. Os processos de ajustes na taxa de câmbio, taxa de juros, projeções de crescimento de um país, entre outros fatores, levam tempo para apresentar os resultados no mercado financeiro. Ou seja, o mercado busca sempre se antecipar a notícias boas ou ruins. Afinal, quando um mercado está com ativos baratos, porém há uma expectativa de melhora no médio e longo prazo, os investidores devem se posicionar antes para buscar a máxima valorização possível em seus ativos. Da mesma forma, caso o futuro seja incerto, com um grau de risco muito alto, com uma possibilidade de recessão e baixo crescimento econômico e os ativos se encontram em um patamar relativamente elevado, os investidores vendem para realizar o lucro ou apenas para se desfazer de um ativo que tende a se desvalorizar no futuro.

Mesmo sabendo que variáveis macroeconômicas afetam diretamente o desempenho de ações que pagam bons dividendos na bolsa de valores, essas variáveis se estendem muito além do território brasileiro. Não basta apenas ter um indicador de bom crescimento do PIB considerando uma baixa taxa de juros e uma taxa de câmbio relativamente estável para que investidores do mundo inteiro despejem seu dinheiro nas ações brasileiras. Devido ao avanço

tecnológico e a rapidez na comunicação global, as grandes instituições financeiras devem olhar com cautela todos os ativos disponíveis ao redor do mundo para fazer uma boa diversificação dos seus investimentos. Nesse caso, mesmo com bons indicadores, podem haver muitos outros países com indicadores melhores e que valham a pena receber mais dinheiro em troca de maiores expectativas de retorno.

7. CONCLUSÕES

O mercado de fundos de investimento em ações dividendos no Brasil está em constante crescimento. Cada vez mais surgem novas gestoras de recursos no Brasil dispostas a se inserir no mercado acionário buscando grandes retornos acima dos oferecidos no mercado. Porém, esse aumento na oferta de fundos não necessariamente está ligado diretamente à eficiência desses fundos. A preferência dos investidores em relação a um determinado tipo de investimento pode estar diretamente atrelada à oferta de determinados tipos de fundos e provavelmente à eficiência dos mesmos. Para identificar isso é preciso tempo e desenvolvimento do mercado de fundos brasileiros, dedicação por parte dos gestores e bons resultados apresentados ao mercado acima de tudo, pois é o que os investidores buscam. Não é a toa que nessa pesquisa foi encontrado um fundo que se destacou demasiadamente perante os outros. A relação entre ações e variáveis macroeconômicas como taxa de câmbio, que mostrou uma volatilidade de certa forma correlacionada com o mercado financeiro brasileiro, retratam que o capital externo pode ter grande influência na valorização ou desvalorização de ativos na Bolsa de Valores de São Paulo. Isso se dá devido à constante evolução do mercado de capitais, que permite que cada vez mais investidores tenham acesso a ativos tanto de renda fixa quanto de renda variável no mundo inteiro, principalmente através de fundos de investimento.

A facilidade em se diversificar um montante de capital através de fundos de ações no mundo, influenciam a oscilação na taxa de câmbio e conseqüentemente nas ações das empresas negociadas na Bovespa. O resultado observado no estudo que aponta uma diferença muito pequena entre a rentabilidade média dos fundos de investimento em ações dividendos frente ao CDI (considerado o benchmark como investimento sem risco), pode ser um dos motivos que faz os investidores brasileiros e estrangeiros não preferir tanto o investimento em ações. As altas taxas de juros oferecidas no Brasil em títulos públicos e privados não tornam o risco nas ações atrativos para se conseguir uma rentabilidade não muito maior. Partindo do princípio da teoria do portfólio moderno de Markowitz (1952), onde o mesmo cita que um investidor racional prefere menos risco e menor rentabilidade a mais risco e maior rentabilidade, certamente a preferência por ações por parte dos investidores só se daria caso a possibilidade de ganhos fosse mais consistente e muito superior ao resultado encontrado.

Porém, foi possível observar que existem fundos com gestão muito superior a outros quando se observa a rentabilidade apresentada, o que torna esse mercado muito interessante para aqueles investidores que buscam um retorno consistente de longo prazo e que supere

com significância os investimentos livres de risco como forma de diversificação de carteira. É preciso analisar o histórico do fundo, a equipe que faz a gestão do fundo, o currículo dos responsáveis, a política de investimentos adotada pela equipe de gestão, como se dá o processo decisório na escolha de ativos, e outros aspectos que o investidor considerar importante na hora de alocar recursos em um fundo de ações. Afinal, por que há tanta discrepância entre um fundo e outro? Por que não há uma constância e uma diferença menos significativa entre eles? Certamente restarão várias perguntas que servirão de objeto de estudos para trabalhos futuros.

Referências

- ANBIMA – Disponível em < <http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx> > Acesso em 12 de Novembro de 2015
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 5 ed. São Paulo: Atlas 2003
- BACEN – Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/pt-br/paginas/default.aspx> > Acesso em 10 de Novembro de 2015
- BMF Bovespa – Disponível em < <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br> > Acesso em 12 de Novembro de 2015
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 4. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- BORGES, Elaine. **Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil**. São Paulo. Revista de Administração. Vol 50, pg:196 – 207, 2015
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM – Disponível em < www.cvm.gov.br > Acesso em 10 de Outubro de 2015
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999
- FAMA, E & FRENCH, K (2010). **Luck versus skill in the cross section of mutual funds returns**. *Journal of Finance*, 65(5), 1915-1947
- FILHO, Bolivar Godinho de Oliveira. Fundos de Investimento em ações no Brasil. **Métricas para avaliação de desempenho**. 2011. 156f. Tese (Doutorado) – Curso de Administração, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social** - 6. ed. - São Paulo : Atlas,. 2008
- IPEA DATA – Disponível em < www.ipeadata.gov.br > Acesso em 10 de Outubro de 2015
- KERR, Roberto. **Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 2007.
- LEITE, Hélio de Paula; SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Índice BOVESPA** (Um Padrão para os Investimentos Brasileiros). São Paulo: Atlas, 1995.
- LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia Monetária**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 495 p.
- MARKOWITZ, H. **Portfolio selection**. *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011. 382 p.

MOCHÓN, Francisco. **Principios de Economia**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

OLIVEIRA, Gilson Alves; PACHECO, Marcelo Marques. **Mercado Financeiro**. Fundamento, 2005

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L.. **Microeconomia**. 7. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 500 p.

SHARPE, W. F. **Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk**. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SINGER, Paul. **Economia Política da Urbanização**. 3. ed. São Paulo: Contexto, 2012.

SOUZA, Jobson Monteiro de (Org.). **Economia Brasileira**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL – Disponível em <
http://www.stn.fazenda.gov.br/documents/10180/265991/Hist%C3%B3rico_classifica%C3%A7%C3%A3o_de_risco2.Portugues.pdf/a6d45537-74b5-456e-8363-9ad9f6c4e0f4> Acesso em 05 de Agosto de 2015